José Luiz Bulhões Pedreira
Advogado

Parecer não atualizado

Sumário

Este parecer foi elaborado pelo autor com base em estrutura simplificada, limitando-se às seções "Exposição da Consulta" ou "Consulta" (ou semelhante) e "Parecer", sem subdivisões internas, em função da natureza da matéria e da consulta formulada.

PARECER JURÍDICO

Aquisição de controle de sociedade mercantil (art. 256 da Lei nº 6.404, de 15.12.76). Investimento relevante e valor de lucro líquido da ação ou quota.

CONSULTA

ALPHA Indústria S.A. formula as seguintes questões sobre a aplicação do artigo 256 da Lei nº 6.404/1976;

1ª) O artigo 256 da lei de sociedades por ações requer a aprovação, pela assembleia geral da companhia aberta, da compra do controle de qualquer sociedade mercantil, quando o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante, fazendo, no item I, remissão ao artigo 247, parágrafo único, que define investimento relevante para efeito de regular as informações que devem constar das notas explicativas das demonstrações financeiras.

O artigo 247, parágrafo único, contém, em suas alíneas a e b, duas definições de investimento relevante - uma para o investimento em sociedade controlada ou coligada, considerado separadamente, e outra para investimento no conjunto das coligadas e controladas.

Segundo a alínea a, é relevante o investimento em determinada sociedade quando seu valor contábil é igual ou superior a 10% do valor de patrimônio líquido da companhia.

A alínea b declara relevante o conjunto dos investimentos em todas as sociedades coligadas ou controladas, se o valor contábil é igual ou superior a 15% do valor do patrimônio líquido da companhia.

A Consulente pergunta se o artigo 256 se aplica apenas à compra de controle cujo preço seja igual ou superior a 10% do valor de patrimônio líquido da companhia compradora ou se, no caso de a companhia compradora já possuir investimentos em coligadas ou controladas que excedam de 15% do valor do patrimônio líquido, a aquisição de controle de qualquer sociedade ficará, com fundamento na letra b do parágrafo único do artigo 247, sujeita à aprovação da assembleia geral, ainda que o preço de compra seja inferior a 10% do patrimônio líquido.

2ª) O item II do artigo 256 requer a aprovação da compra de controle pela assembleia geral quando o preço médio de cada ação ou quota a ser comprada ultrapassar uma vez e meia o maior de três valores indicados nas alíneas a, b e c do dispositivo: cotação média das ações em bolsa, valor de patrimônio líquido e

> "valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação (art. 187, VII) nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente".

A Consulente formula, com relação à alínea c do item II do artigo 256, as seguintes perguntas:

a) Qual a precisa interpretação desse dispositivo?

b) É razoável sustentar que a expressão "valor do lucro líquido da ação ou quota", com a qual inicia seu enunciado este dispositivo, significa, não o valor do lucro líquido por ação ou quota (art. 187, inc. VII), mas o valor da ação ou quota em função do lucro líquido?

c) Nesse caso, a continuação do dispositivo - "que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (art. 187, VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente" - explicita o coeficiente máximo admitido pela lei para aferir o valor da ação ou quota medido pelo lucro líquido, pela rentabilidade que gera?

d) Somente, e tão somente, se o preço de compra do controle ultrapassar 1,5 x 15 x lucro líquido por ação ou quota nos dois últimos exercícios, atualizado monetariamente, admitindo-se seja este o maior dos três valores apurados em conformidade com o inciso II do artigo 256, terão os acionistas dissidentes o direito do recesso previsto no § 2º deste mesmo artigo?

PARECER

1. O conhecimento da origem e da função do artigo 256 da Lei nº 6.404/76 é indispensável na interpretação dos seus preceitos.

O anteprojeto que veio a se transformar na Lei nº 6.404/76 foi elaborado com base nas definições de política legislativa fixadas na Exposição de Motivos CDE nº 14, de 25 de junho de 1974, dos Ministros da Fazenda e do Planejamento, aprovada pelo Presidente da República, que incluía - entre outras - a diretriz de que a nova lei devia conter dispositivos assegurando a participação de acionistas minoritários no preço de venda do bloco das ações de controle; mas foi submetido ao Ministro da Fazenda com omissão de dispositivo nesse sentido, assim justificada na exposição dos seus autores:

> "24. Alienação de Controle: - No capítulo sobre sociedades controladoras e controladas, o Anteprojeto fixa normas sobre alienação de controle de companhias abertas, com base nas considerações a seguir resumidas:
>
> a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações que o asseguram; o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o do controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas;
>
> b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito do minoritário; mas se a compra efetivar-se por companhia que, a seguir, promova a incorporação da controlada, do fato pode resultar flagrante prejuízo para a minoria, tanto da incorporada quanto da incorporadora: - com a extinção da companhia controlada, deixa de existir o controle adquirido e os acionistas minoritários da controladora (dependendo das bases da

incorporação) suportam parte do preço pago pelo controle. Mais ainda: em regra, todo o valor do controle da companhia incorporada, ou ao menos parte dele, acresce ao valor do controle da incorporadora, isto é, resulta em benefício do seu acionista controlador;

c) os exemplos das vendas do controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendam negar o valor de mercado do controle; no entanto, é inegável que o critério de considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador, e não a todos os seus acionistas, na proporção de sua participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário;

d) o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico."

Com essas premissas, o Anteprojeto fixa normas que podem ser assim resumidas:

a) a alienação do controle de companhia aberta, por sua importância na vida da sociedade, deve ser imediatamente divulgada no mercado (art. 263);

b) a alienação do controle da companhia sujeita a autorização governamental para funcionar, e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está subordinada à prévia autorização da autoridade competente para aprovar o seu estatuto, à qual caberá velar para que os acionistas minoritários não sejam prejudicados (art. 264);

c) a compra, por companhia aberta, do controle de outra sociedade, está sujeita à aprovação da Assembleia Geral, se constituir investimento relevante para a compradora, ou se o preço exceder de uma vez e meia os critérios usuais de avaliação das ações; e a aprovação da compra, nesta última hipótese, dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações (art. 265);

d) no caso de incorporação de companhia controlada, seu processamento fica sujeito a normas especiais, adiante referidas".

2. A função do artigo 256 no sistema da lei é proteger os interesses dos acionistas minoritários contra os prejuízos que podem sofrer se a companhia adquire, em condições desvantajosas, o bloco de ações ou quotas de controle de outra sociedade comercial.

Controle da sociedade é o poder de orientar e dirigir as atividades sociais. Esse poder é exercido pelo sócio (ou conjunto de sócios) titular de direitos de participação em quantidade suficiente para assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações dos órgãos sociais e a eleição da maioria dos administradores da sociedade.

3. O controle da sociedade mercantil é poder de fato, e não jurídico. Não é conferido pelos direitos que compõem as unidades de participação societária, mas tem origem no fato da agregação, como propriedade da mesma pessoa (ou grupo de pessoas), de quantidade dessas unidades que assegura a maioria dos votos no órgão de deliberação social.

Nos tipos mais modernos de sociedade (por ações e por quotas, de responsabilidade limitada), os direitos e obrigações dos sócios são organizados em conjuntos (ou posições de sócios) padronizados, concebidos e definidos nos atos constitutivos com abstração da identidade das pessoas que em cada momento são seus titulares. Essa característica é mais nítida nas sociedades por ações, em que os direitos de sócios são organizados em unidades denominadas ações, estruturadas abstratamente no estatuto sem qualquer referência a identidade de seus titulares; mas ela pode também ser encontrada na sociedade por quotas, de responsabilidade limitada.

Nas sociedades em que os direitos de participação dos sócios têm essa disposição, em regra a cada ação ou quota cabe um voto nas reuniões dos sócios; as deliberações sociais e a escolha dos dirigentes baseiam-se no voto majoritário; e como a mesma pessoa pode ser titular de diversas ações ou quotas, o poder de orientar e dirigir as atividades sociais é exercido pela pessoa (ou conjunto de pessoas) titular de direitos de voto em número suficiente para formar a maioria nas reuniões de sócios.

4. As unidades padronizadas de participação societária são coisas simples, que somente podem ser desdobradas ou grupadas mediante alteração do estatuto ou contrato social, observados os preceitos da lei. E o sócio que é titular de mais de uma ação ou quota possui cada uma delas como objeto distinto de direito.

O controle da sociedade não é poder jurídico contido no complexo de direitos que integram as unidades de participação societária. Cada ação ou quota confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto. O poder de controle nasce do fato da propriedade, pela mesma pessoa (ou grupo de pessoas), do bloco de controle, isto é, de conjunto de unidades de participação societária cujos direitos de voto, se exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações dos órgãos sociais.

5. O bloco de controle é universalidade de fato, que somente é considerada como todo em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações ou quotas que o compõem. A agregação das ações ou quotas em coisa coletiva baseia-se, exclusivamente, na propriedade comum.

A fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as participações societárias que o compõem, consideradas singularmente. Detém o poder de controle quem é titular do bloco de controle; e adquire o controle quem se torna titular de bloco de controle.

6. A aquisição do controle pressupõe a do bloco de controle, mas os dois conceitos não se confundem.

Adquirir o controle é obter, assumir ou passar a ter o poder de fato de controlar a sociedade. Adquirir o bloco de controle é tornar-se titular das participações societárias que o compõem.

A aquisição do bloco de controle tanto pode ser originária quanto derivada. A aquisição é derivada quando a pessoa o adquire, como universalidade, de quem já o possuía. É originária quando não existia no patrimônio de outra pessoa, mas se forma no patrimônio do titular.

A aquisição originária ocorre, por exemplo, se o acionista que possuía ações em número insuficiente para assegurar o controle da

companhia adquire quantidade adicional de ações que, também consideradas separadamente, não atribuem o controle, mas que agregadas às anteriormente possuídas formam o bloco de controle. Neste caso, as ações adicionais são adquiridas como coisas singulares, e não como bloco de controle, e este nasce, originalmente, no patrimônio do titular, pelo fato da agregação das ações antigas e novas.

A oferta pública para aquisição de controle é negócio típico, regulado na lei, de formação do bloco de controle. A subscrição de aumento de capital também pode dar origem à aquisição original de um bloco de controle.

A formação do bloco de controle pode ocorrer mesmo sem aquisição adicional de ações ou quotas: como o controle é poder de fato e a formação do bloco de controle depende tanto do número de ações ou quotas possuídas pelo sócio quanto das condições de pulverização na sociedade, o titular de uma quantidade de ações que é insuficiente para formar o bloco de controle pode adquirir - até involuntariamente - o controle se a sociedade resgata ou reembolsa ações de outros acionistas, ou se bloco de controle que é possuído por outro sócio é desfeito mediante distribuição da propriedade das ações ou quotas entre diversas pessoas.

7. No artigo 256, a lei de sociedades por ações regula o negócio jurídico de compra de bloco de controle. Embora o dispositivo legal faça referência à "compra de controle", os conceitos acima expostos não deixam dúvidas de que aquele dispositivo legal não regula a "aquisição do poder de fato do controle", mas o negócio jurídico típico de compra e venda que tem por objeto o bloco de controle da sociedade mercantil.

8. O mercado em regra atribui ao bloco de controle valor superior ao da soma do valor das ações ou quotas que o integram.

O valor econômico da ação ou quota tem fundamento nos direitos que assegura a seu titular. O bloco de controle vale mais do que as ações ou quotas porque, como coisa coletiva, assegura o poder de controle; e o mercado atribui valor a esse poder em razão da maior segurança do investimento, quando o investidor tem capacidade para determinar o destino da empresa e escolher seus administradores.

9. Salvo em circunstâncias especiais (como, por exemplo, a integração de sociedades mediante incorporação, ou a formação de grupo de sociedades), não há fundamento econômico para que a diferença entre o valor unitário das ações do bloco de controle e das ações minoritárias atinja a grandes porcentagens. Não obstante, por circunstâncias peculiares ao nosso sistema financeiro, as vendas do controle de instituições financeiras realizaram-se, durante muito tempo, por valor várias vezes superior ao das ações que compunham o bloco de controle, chegando em alguns casos a atingir mais de 20 vezes. Essa diferença exagerada era explicada, em parte, pela garantia de balanço dada pelo vendedor, mas resultava também do critério, então adotado, de considerar que o valor do intangível dos bancos cabia ao bloco de controle, e não a todos os acionistas.

A compra de controle de sociedades foi também usada, no passado, como instrumento de distribuição disfarçada de lucros em favor do acionista controlador, ou de pessoas a ele ligadas. Como o valor do bloco de controle de cada sociedade não pode ser facilmente estabelecido com base em avaliações objetivas, mas depende, em boa parte, de considerações subjetivas do vendedor e do adquirente, o negócio de compra de controle presta-se à fixação de preços exagerados, ajustados - mediante conluio entre vendedor e comprador - com a finalidade de transferir recursos do patrimônio da companhia para o dos acionistas controladores ou pessoas a eles ligadas.

10. Essas circunstâncias explicam o preceito do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, que requer a aprovação pela Assembleia Geral do negócio jurídico de compra de bloco de controle de sociedade mercantil.

É princípio geral da lei que compete aos órgãos de administração praticar todos os atos necessários ao funcionamento da companhia e aos diretores representá-la perante terceiros. Em regra, portanto, a deliberação de adquirir o bloco de controle de uma sociedade mercantil, como qualquer outro bem, cabe, nos termos do estatuto social, ao Conselho de Administração ou à Diretoria.

O artigo 256 excepciona esse princípio, subordinando à autorização da Assembleia Geral a contratação da compra de bloco de controle que seja investimento relevante para a compradora, ou quando o preço médio das

ações ou quotas ultrapasse, em mais de 50%, o valor unitário das participações da mesma sociedade, consideradas como coisas singulares.

O dispositivo inspirou-se na observação de que o acionista controlador e os administradores da companhia dificilmente deliberarão negócio cujo valor não possam justificar na assembleia geral: basta o fato da obrigatoriedade de expor, publicamente, todas as circunstâncias da operação, e de submetê-la à crítica de diversos acionistas, para evitar negócios notoriamente injustificáveis.

11. Um dos critérios utilizados pela lei para definir o negócio de compra de bloco de controle que deve ser submetido à assembleia geral é a relevância do investimento (art. 256, I), tal como conceituado no parágrafo único do artigo 247.

O artigo 247 regula as informações sobre sociedades coligadas e controladas que devem constar das notas explicativas das demonstrações financeiras, e seu parágrafo único contém dois conceitos de investimento relevante: (a) em cada sociedade coligada ou controlada e (b) no conjunto das sociedades coligadas e controladas.

A função do artigo 247 explica essa duplicidade de conceitos: as informações previstas nos itens do artigo 247 são necessárias para o conhecimento da situação financeira da companhia quando o valor dos investimentos em outras sociedades atinge certa dimensão no seu patrimônio. Nesse caso, para que o leitor das demonstrações financeiras possa formar juízo sobre o valor real do patrimônio e sua estrutura de capitalização, é indispensável que disponha de informações sobre participações societárias que representam parte apreciável do ativo da companhia.

A relevância dos investimentos no patrimônio pode ser estabelecida em função tanto do valor de cada participação societária quanto do conjunto de todas as participações da companhia:

a) se o conjunto dos investimentos é igual ou superior a 15% do patrimônio líquido, as informações são necessárias ainda que a companhia tenha seu capital aplicado, de modo diversificado, em diversas sociedades;

b) qualquer investimento, cujo valor seja igual ou superior a 10% do patrimônio líquido da companhia, é também relevante para o leitor das demonstrações financeiras, ainda que seja a única participação societária da companhia.

12. O item I do artigo 256 faz referência, em termos genéricos, ao parágrafo único do artigo 247, mas sua função leva à conclusão de que, na determinação dos negócios de compra de controle de sociedade que devam ser submetidos à aprovação da assembleia geral, somente tem aplicação o conceito de investimento relevante constante da alínea a do parágrafo único do artigo 247:

a) o artigo 256 não pretende transferir para a assembleia geral a competência para deliberar sobre todas as compras de controle, mas apenas sobre aqueles negócios de que possam resultar prejuízos apreciáveis para os acionistas minoritários;

b) para definir esses negócios, a lei recorre a dois critérios - relevância do investimento e proporção do ágio (ou sobrepreço) correspondente ao poder de controle;

c) no artigo 256, a lei dispõe sobre a aquisição de cada investimento, considerado singularmente, e somente a letra a no parágrafo único do artigo 247 define a relevância de cada investimento;

d) não faria sentido a aplicação, para verificar a relevância de determinado investimento a ser adquirido, de critério que a lei usa para caracterizar a relevância do conjunto de todos os investimentos da companhia;

e) o que o artigo 256 pretende é dispensar da aprovação pela assembleia geral a compra de controle de outra sociedade cujo preço, quando relacionado com a dimensão do patrimônio da companhia compradora, seja irrelevante; e a aplicação da letra b do parágrafo único do artigo 247 conduziria a solução, incompatível com este objetivo, de fazer depender da aprovação da assembleia geral toda e qualquer compra de controle, no caso de companhia que já possui outras participações societárias em valor igual ou superior a 15% do patrimônio líquido.

13. O outro critério adotado pelo artigo 256 para definir os negócios que devem ser submetidos à aprovação da assembleia geral é o da proporção do ágio (ou sobrepreço) pago pelo poder de controle.

Cada ação ou quota da sociedade tem, como coisa singular, valor econômico que é idêntico para todas as unidades de participação societária da mesma espécie e classe, posto que cada uma dessas unidades assegura, por definição, iguais direitos. O bloco de controle é conjunto de ações e quotas e seu valor econômico é, portanto, ao menos igual à soma do valor das unidades de participação societária que o integram.

O bloco de controle em regra vale mais do que as ações ou quotas porque assegura o poder de controle, que não decorre de cada unidade de participação, considerada singularmente, mas da sua agregação em coisa coletiva. A diferença entre a soma do valor unitário das ações ou quotas e o preço global do bloco de controle é o valor atribuído pelas partes contratantes ao poder de controle.

O artigo 256 da Lei nº 6.404/76 requer que a compra de controle seja submetida à assembleia geral quando o preço pago pelo poder de controle excede de 50% do valor das ações ou quotas que o compõem, determinado segundo qualquer dos três critérios usuais de avaliação de participações societárias. Nas alíneas a a c do item II do artigo 256, a lei refere-se a esses três critérios, que são os mesmos a que recorre para construir a norma do § 1º do artigo 170, sobre preço de emissão das ações no aumento de capital social:

> "§ 1º - O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".

14. O valor da ação decorre dos direitos que confere a seu titular.

Os direitos patrimoniais do acionista (e de todo sócio de sociedade comercial) são os de (a) de participar nos lucros sociais e (b) participar do acervo social, em caso de liquidação.

A ação, por sua natureza de valor mobiliário, assegura ainda outro direito patrimonial, que é o de livremente dela dispor, mediante alienação.

Esses três direitos patrimoniais da ação - de disposição, de participação no acervo social, em caso de liquidação, e de participação nos lucros - fundamentam os três valores da ação.

15. A cotação da ação em bolsa é o preço pelo qual é efetivamente trocada no mercado. O preço de mercado é função da oferta e da demanda, e o mercado de capitais é influenciado por muitos fatores, inclusive alguns que nada têm a ver, necessariamente, com o valor de rentabilidade ou de patrimônio líquido da ação, mas afetam o mercado de capitais como um todo, tais como a situação política, social e econômica, do País e até do estrangeiro, e o clima psicológico em cada momento.

16. O valor de patrimônio líquido da ação decorre do direito que confere a seu titular de participar do acervo líquido da companhia, em caso de liquidação.

A companhia, como pessoa jurídica, tem patrimônio próprio. O valor em dinheiro do ativo patrimonial existente em cada momento é o montante de capital financeiro aplicado pela companhia. Parte desse capital - correspondente ao valor das obrigações da companhia - pertence a terceiros, e o saldo - ou patrimônio líquido - é o montante de capital financeiro de propriedade da companhia.

No momento da constituição da companhia o capital social coincide com o patrimônio líquido (se suas ações são emitidas sem ágio), porque o patrimônio ainda se resume aos direitos que os subscritores das ações transferem para a sociedade, como contribuição para o capital social; mas a partir do início do seu funcionamento, os elementos do patrimônio sofrem frequentes mutações, pelo nascimento, aquisição, modificação ou extinção de direitos e obrigações. À medida em que ocorrem essas modificações, o valor do capital social e o do patrimônio líquido se afastam e, em geral (exceto nas companhias que realizaram prejuízos), o patrimônio líquido é maior do que o capital social.

Em todos os casos em que a sociedade entra em liquidação, como procedimento preparatório da sua extinção, deve realizar o ativo e pagar o passivo exigível, até que todo o ativo remanescente traduza apenas aplicação de capital próprio. Extintas as obrigações da companhia, os recursos próprios remanescentes são rateados entre os acionistas; e um dos direitos essenciais do sócio é o de receber uma quota-parte desse patrimônio líquido.

O valor de patrimônio líquido da ação é, portanto, o quociente da divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações do seu capital social.

17. Antes da liquidação, enquanto a companhia funciona para realizar seu objeto, o direito dos acionistas a participar do acervo social é apenas latente. Mas, como assegura, potencialmente, o recebimento de determinado montante de capital, constitui um dos fundamentos do valor da ação.

Vale ressaltar que entre nós o conceito de valor de patrimônio líquido da ação é, injustificadamente, mais difundido e utilizado do que o baseado na rentabilidade. É comum observarmos investidores e empresários que, ao tentar formar juízo sobre o valor de determinada ação, preocupam-se menos com a perspectiva de rentabilidade da companhia do que com o valor de patrimônio líquido. No entanto, na maioria das companhias, especialmente aquelas cujas ações circulam no mercado, a liquidação em futuro previsível é altamente improvável. Por isso, a possibilidade de realizar o valor de patrimônio líquido da ação, mediante rateio do acervo líquido da companhia, é praticamente inexistente. O valor de patrimônio líquido somente é importante no caso de companhia que deverá ser liquidada em prazo curto.

18. O valor de rentabilidade (ou de lucro líquido) da ação tem fundamento no direito, que esta confere, de participar nos lucros da companhia.

Companhia é, por definição, sociedade de fim lucrativo. Seu objeto é o exercício da função empresarial, que consiste em organizar a empresa,

fornecer o capital próprio requerido por suas operações, e assumir os riscos econômicos da sua atividade.

Nas sociedades por ações, os direitos de participação dos sócios, essenciais em qualquer sociedade comercial, são organizados em unidades padronizadas, ou quotas-partes ideais, denominadas ações. A cada ação corresponde, portanto, direito a uma fração do lucro da companhia, que é função do número de ações em que se divide seu capital social.

19. Quando avaliada com base na rentabilidade, a ação é considerada na sua natureza de fonte de renda financeira. E o método clássico para se determinar o valor de qualquer fonte de renda financeira e calcular o valor atual do fluxo futuro de renda que dela deverá derivar. Esse valor atual é o montante de capital que, a taxa adotada no cálculo, produz o fluxo futuro de renda.

A avaliação da ação com base no direito de participar nos lucros da companhia parte, portanto, de uma previsão dos seus lucros futuros, que são estimados pelo valor atual através de desconto à taxa escolhida, que em geral traduz, além do valor do dinheiro no mercado, os riscos da atividade, ou a probabilidade de que o fluxo futuro de renda previsto venha, efetivamente, a realizar-se. O desconto do lucro líquido futuro da companhia fornece o valor de todas as ações em que se divide seu capital social, e o valor por ação é obtido mediante a divisão do lucro total descontado pelo número de ações.

20. A letra c do número II do artigo 256 da lei de sociedades por ações refere-se ao valor de rentabilidade como "valor do lucro líquido da ação ou quota". No projeto remetido ao Congresso, a expressão era "valor de lucro líquido", simétrica à de "valor de patrimônio líquido" usada na letra b. Nas sucessivas reproduções do texto, o "de" foi substituído por "do", por erro datilográfico.

21. A rentabilidade da companhia, embora seja, conceitualmente, o melhor critério para avaliar suas ações, pressupõe estimativas sobre resultados futuros e escolha da taxa usada para descontá-los para o momento da avaliação. A técnica de projetar resultados de empreendimentos econômicos é bem conhecida, mas sua aplicação fica na

dependência desses pressupostos, que podem variar em faixa bem ampla. Por isso, na maioria das empresas é possível chegar-se a valores de rentabilidade das ações ou quotas bem diversos, conforme sejam adotadas previsões otimistas ou pessimistas de seus resultados. Daí a preocupação da Lei nº 6.404/76 de estabelecer, na letra c do item II do artigo 256, limite máximo ao valor de rentabilidade, em função dos lucros efetivamente apurados nos dois últimos exercícios.

O valor de lucro líquido é, portanto, o baseado na previsão de lucro líquido futuro da companhia. Esse valor deve, em qualquer hipótese, ser calculado a partir das projeções dos resultados da companhia, e o valor obtido com base no lucro líquido médio anual dos dois últimos exercícios serve apenas como limite máximo para o valor de rentabilidade das ações.

22. Por essas razões, assim respondemos às questões da Consulta:

1ª) ao nosso parecer, na determinação da relevância do investimento, para efeito de aplicação do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, somente tem aplicação o critério definido na letra a do item II do parágrafo único do artigo 247 da mesma lei.

2ª) o valor de lucro líquido da ação ou quota, a que se refere a alínea c do item II do artigo 256, é o valor da ação determinado com base na previsão do lucro líquido que a sociedade deverá auferir no futuro. A projeção desse lucro líquido, descontada para o momento da avaliação, indica o valor de rentabilidade de todas as ações ou quotas do capital social, e o quociente da divisão desse valor pelo número de ações ou quotas em que se divide o capital social é o valor de rentabilidade, ou de lucro líquido, de cada ação ou quota.

Para efeito da aplicação do artigo 256, o valor de lucro líquido da ação ou quota, assim determinado, não poderá exceder do valor da ação ou quota calculado com base no lucro líquido anual efetivamente apurado pela companhia nos dois últimos exercícios, atualizado monetariamente.

Por conseguinte, o valor de rentabilidade calculado com base na previsão do lucro líquido do futuro somente será admitido, na aplicação da letra c do item II do artigo 256, enquanto inferior ao limite de 15 vezes o

lucro líquido anual dos dois últimos exercícios; se superior, considerar-se-á como valor de rentabilidade o determinado com base no lucro líquido anual dos dois últimos exercícios.

A lei somente assegura direito de retirada ao acionista dissidente da deliberação que aprova a compra do controle da sociedade quando o preço de compra excede, em mais de 50%, o maior dentre os três valores que podem ser atribuídos às ações ou quotas que integram o bloco de controle, os três critérios de avaliação antes mencionados.

O direito de retirada será função do valor de lucro líquido quando este for superior à cotação na bolsa e ao valor de patrimônio líquido, e o limite de 15 vezes o lucro líquido anual dos dois últimos exercícios somente terá aplicação quando o valor de lucro líquido, calculado com base na projeção dos resultados da companhia, for superior a esse limite; caso contrário, prevalecerá o valor de lucro líquido calculado, e não o limite de 15 vezes o lucro líquido anual dos dois últimos exercícios.

É o nosso parecer.

Rio de Janeiro, 10 de agosto de 1979.